

公司研究/首次覆盖

2020年09月23日

医药生物/医疗器械 II

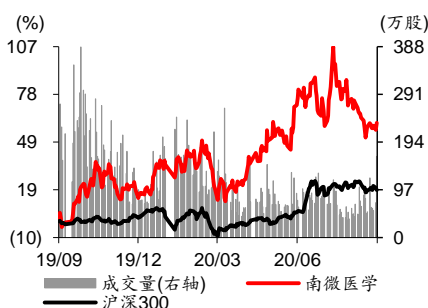
投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 213.83
目标价格(元): 256.90

代雯 SAC No. S0570516120002
研究员 SFC No. BFI915
021-28972078
daiwen@htsc.com

孔垂岩 SAC No. S0570520010001
研究员 021-38476695
kongchuiyan@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

内外兼修，行稳致远

南微医学(688029)

驰骋在黄金赛道的优秀国产龙头

我国消化道癌高发，仅 2018 年消化道癌新发病人 128 万，内镜下早诊早治大势所趋。我们估算 2019 年我国内镜耗材市场规模或达到 41 亿元，预计到 2027 年增长至 159 亿元，CAGR 达到 18.6%。公司不仅实现从止血闭合类等普通耗材到 EMR/ESD 等高端耗材的品类拓展，而且打通从国内到海外的全球渠道，为持续高速发展构建坚实基础。今年疫情虽然对公司经营有短期冲击，但不改我们对公司长期增长的乐观预期。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.28/3.46/4.61 元，首次覆盖给予“买入”评级。

普通耗材：止血闭合类性能优异，畅销海内外，是短期增长的核心驱动

公司自主研发的软组织夹性能超越国内外竞品，通过专利保护、规模优势和全产品线布局等构建壁垒。我们估算公司该产品 2018 年全球市占率仅 9.2%，海外市场大有可为。公司止血闭合类产品 2019 年收入 5.82 亿元，2014-2019 年收入 CAGR 为 138%，占总收入 44%。我们预计公司该产品 2020-2022 年收入 CAGR 为 30%，是推动公司快速增长的核心产品。

高端耗材：EMR/ESD、ERCP 产品打造未来中长期发展基石

EMR/ESD 是无淋巴结转移风险的早期消化道癌患者的首选治疗方式。2018 年中国和全球 EMR/ESD 市场规模达到 13 亿人民币和 14 亿美元。公司 EMR/ESD 中的“黄金刀”有望成为新一代重磅产品。ERCP 技术被广泛应用于胰腺和胆总管疾病，公司凭借性价比优势，ERCP 产品正逐步缩小与欧美产品技术差距。EMR/ESD 和 ERCP 2019 年收入分别为 1.20 和 0.76 亿元，2014-2019 年 CAGR 分别为 115%和 44%。我们预计公司 EMR/ESD 和 ERCP 产品 2020-2022 年收入 CAGR 分别为 52%和 58%，为公司中长期发展提供持续动力。

从国内市场到海外市场的全球布局打开公司成长空间

根据波科公告，2018 年全球内镜耗材市场规模约 50 亿美元，2018-2021 年 CAGR 有望保持在 12%，2018 年 CR3 近 70%，份额集中，竞争相对温和。有别于其他国产厂商，公司已初步建立完善全球销售体系，2018 年 85%海外收入来自欧美地区，近期在积极拓展日本市场。海外核心产品从活检类切换为止血闭合类，2019 年海外毛利率同比提高 3.57pct。公司 2019 年海外收入 5.41 亿元，占总收入 41%，2013-2019 年 CAGR 达 38%。我们认为随着海外销售渠道拓展和产品导入，公司海外收入有望持续高增长。

国内内镜诊疗微创器械龙头，首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.04/4.61/6.15 亿元，同比增长 0%/52%/33%，9 月 22 日股价对应 PEG（2021 年 PE/归母净利润 CAGR（2020-2022）），2020 年受疫情扰动，故选择 2021 年 PE）为 2.33。我们给予公司 PEG 2.80 的目标估值（可比公司 Wind 一致性 PEG 预期均值为 2.80），对应 2021 年目标价 256.90 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期；新产品研发和销售不及预期；集采降价风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	133.34
流通 A 股 (百万股)	42.85
52 周内股价区间 (元)	129.30-276.01
总市值 (百万元)	28,512
总资产 (百万元)	2,894
每股净资产 (元)	18.43

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	922.11	1,307	1,471	2,104	2,756
+/-%	43.93	41.79	12.54	42.97	31.02
归属母公司净利润 (百万元)	192.70	303.59	303.96	461.16	614.97
+/-%	90.44	57.55	0.12	51.72	33.35
EPS (元, 最新摊薄)	1.45	2.28	2.28	3.46	4.61
PE (倍)	147.96	93.92	93.80	61.83	46.36

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

正文目录

投资要点和有别于市场观点	3
有别于市场观点.....	3
投资要点.....	3
南微医学：国产内镜诊疗微创耗材龙头	5
增长驱动之一：从止血闭合类到 EMR/ESD 类的产品放量	6
行业：内镜诊疗是迅速崛起的新兴术式.....	6
止血闭合类：性能优异+价格优惠成就明星产品.....	9
EMR/ESD：主流的内镜手术，未来中长期增长核心驱动	12
ERCP 类：手术难度高，公司产品持续升级	14
活检类：利用成本优势扩大竞争力	16
增长驱动之二：从国内到全球的市场拓展.....	17
全球市场中内镜耗材行业保持高景气	17
初步建立完整海外销售体系，海外收入快速增长	17
盈利预测和估值.....	19
盈利预测.....	19
首次覆盖给予“买入”评级.....	20
风险提示.....	21

投资要点和有别于市场观点

有别于市场观点

部分投资者对于南微医学有一定认识偏差：1) 公司产品技术含量低，壁垒低；2) 公司核心产品软组织夹在国内销量市占率较高，中长期增长空间有限。我们并不认同这样的观点，我们认为：

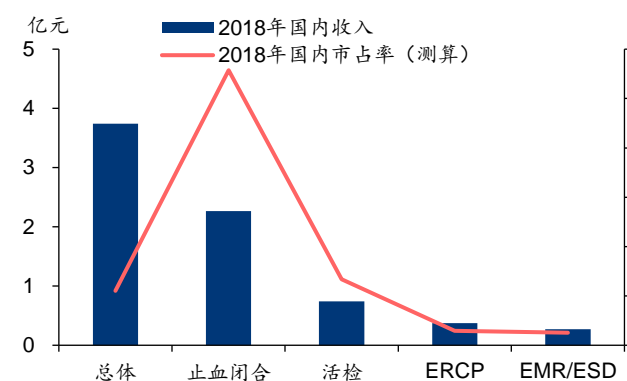
- 1) 公司产品看似简单，但实际上是在大量临床实践和医工合作基础上设计而成的，类似 Know-how 概念，具备较高的科技含量。以公司明星产品软组织夹为例，大多数国内公司制进口厂商奥利巴斯和波科的产品，但是公司基于对于临床痛点的思考，采取自主研发的凸轮设计，在临床上广受好评，实现快速放量。为防止其他厂商抄袭，公司除了完善专利壁垒，同时利用规模优势以较低价格销售，迫使后续模仿者以相同定价销售很难盈利，因此我们认为模仿公司产品的壁垒并不低。
- 2) 诚然根据我们估算 2019 年公司软组织夹在国内销量市占率已达 65%，但一方面公司积极拓展品类，实现从普通耗材到 EMR/ESD、ERCP 等高端耗材布局，另一方面公司初步建立海外销售网络，公司止血闭合类产品 2018 年全球市占率不足 10%，可提高空间较大。我们认为在这两大驱动力作用下，公司中长期仍有较大增长潜力。

投资要点

我国内镜诊疗市场潜力十足。我国是消化道癌症多发地区，2018 年消化道癌新发人群 128 万人，而消化道生存率低、预后效果差，消化内镜下早诊早治可以有效提高消化道癌症患者的生存率。以胃癌为例，我国消化道 2017 年胃癌早诊率为 15.3%（全国消化内镜质控中心数据），与同为胃癌高发地区的日本（70%）、韩国（50%）相比仍有较大差距，内镜诊疗前景广阔。

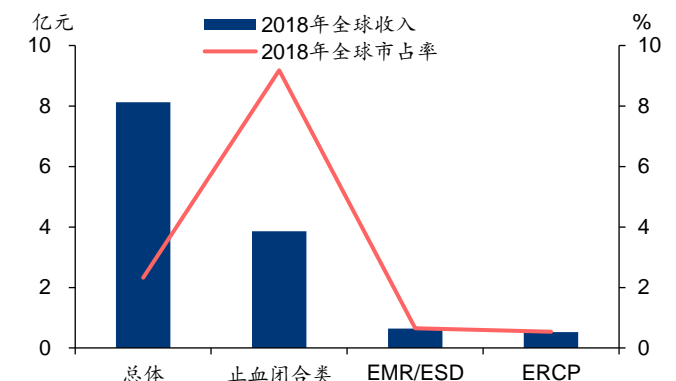
我国内镜耗材市场未来有望持续稳定发展。根据公司招股书，在患者需求、医生产能、技术革新等多方面促进下，我国消化内镜耗材市场规模 2007-2017 年 CAGR 为 19.3%，增长较快。根据我们的预测（后文有详细计算过程），2019 年我国止血闭合类、EMR/ESD、ERCP、活检类和 EUS 市场规模分别为 4.9/12.9/15.5/6.6/0.7 亿元，合计为 41 亿元，预计到 2027 年总市场规模达到 159 亿元，CAGR 达到 18.6%，行业有望保持较快增长。

图表1：2018年公司内镜耗材各产品线国内收入及国内市占率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：2018年公司内镜耗材各产品线全球收入及全球市占率



注：美元兑人民币汇率按照 7.0 估算；全球指国内和海外合计

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们认为南微医学业绩增长驱动之一是从普通耗材到专用耗材和高端耗材的品类扩展。公司全面布局内镜诊疗耗材领域，不同产品线将在不同阶段为公司成长提供动力。

我们认为公司短期动力来自止血闭合类等普通耗材，预计公司止血闭合类产品 2020-2022 年收入 CAGR 为 30%。闭合类产品受益于国内内镜手术放量而实现快速增长。作为明星产品，公司的软组织夹（止血闭合类主要产品）性能超越国内外同行，受到临床医生青睐，而且价格优势明显，在国内和海外市场大受欢迎，2019 年收入 5.82 亿元，2014-2019 年

CAGR 达到 138%。我们估算 2018 年公司止血闭合类产品收入全球市占率约 9.2%，海外市场拓展进一步打开增长天花板。2019 年公司海外止血闭合类产品销量达到 122 万件，同比增长 63%。

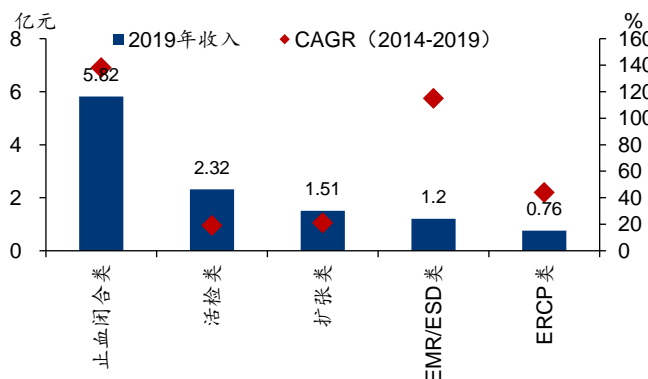
我们认为中长期动力来自 EMR/ESD、ERCP 等高端耗材，预计公司 EMR/ESD 和 ERCP 产品 2020-2022 年收入 CAGR 分别为 52% 和 58%。

- 1) EMR/ESD:** EMR/ESD 手术是无淋巴结转移风险的早期消化道癌患者的首选治疗方式，我们估算 2019 年国内 ESD 手术量约为 30 万台，EMR 手术量约为 570 万台，合计保持 20% 同比增速。根据我们估算和波士顿科学公告，2018 年中国和全球 EMR/ESD 市场规模分别为 13 亿人民币和 14 亿美元，远大于止血闭合类市场。EMR/ESD 中高频电刀等高值耗材被进口垄断，公司一次性高频电切开刀已在国内于 2019 年 4 月上市，今年又增加注册和充起功能，较竞品注水压力大，节省手术时间，1H20 即使在疫情影响下也实现销售放量，半年即实现去年全年销量。公司 EMR/ESD 类产品 2019 年收入 1.20 亿元，2014-2019 年收入 CAGR 为 115%，1H20 面对疫情压力该类产品收入仍实现 50% 增长。
- 2) ERCP:** ERCP 手术难度大，甚至高于 ESD 手术，且欧美产品领先优势明显，专利壁垒高。公司在持续升级完善 ERCP 产品，缩小技术差距，同时利用性价比优势竞争。2019 年公司 ERCP 产品收入 0.76 亿元，2014-2019 年收入 CAGR 达到 44%，1H20 同比增速更是高达 72%，是 1H20 公司收入同比增速最快的产品。

我们认为南微医学业绩增长驱动之二是来自从国内到海外的市场拓展：

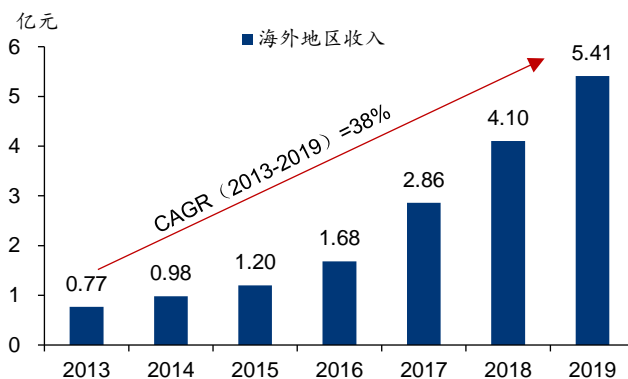
- 1) 全球内镜耗材市场持续高景气，打开公司成长天花板：**根据波科公告，2018 年全球内镜耗材市场达到 50 亿美元，到 2021 年有望保持 12% 的 CAGR。波士顿科学、奥林巴斯和库克在 2018 年分别占全球份额 35%、18% 和 15%，CR3 近 70%，份额集中，竞争相对温和。2018 年公司内镜耗材收入全球市占率仅为 2.3%，开发海外市场有望明显打开公司发展空间。
- 2) 海外销售网络初步完善，进入收获期：**不同于大部分国产厂商海外收入来自发展中国家，2018 年欧洲和美洲市场分别贡献公司 48% 和 37% 的海外收入，此外公司近期也在大力拓展日本市场。公司海外收入占比最大品类从活检类产品切换成止血闭合类产品，推动 2019 年海外收入毛利率同比提高 3.57pct。随着海外渠道持续拓宽和新产品不断导入，公司海外市场发展快速，2019 年海外收入 5.41 亿元，同比增长 32%，2013-2019 年 CAGR 达 38%。

图表3：公司各业务线 2019 年收入和 2014-2019 年收入 CAGR



资料来源：波士顿科学公告，华泰证券研究所

图表4：2013-2019 年公司海外收入及其同比增速



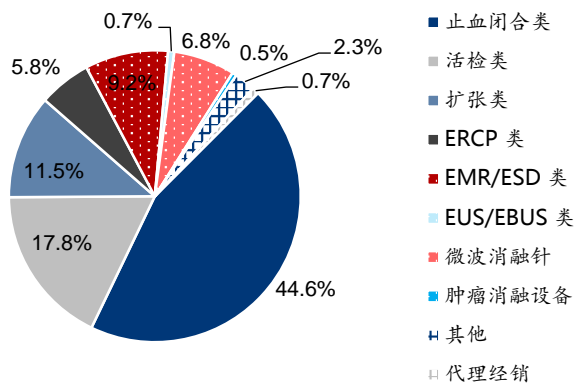
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

南微医学：国产内镜诊疗微创耗材龙头

国产内镜诊疗微创耗材龙头。南京微创医学科技股份有限公司（简称“南微医学”或公司，688029.SH）成立于1999年，主营消化内镜诊疗微创医疗器械研发、制造和销售。公司在2015年8月25日在新三板挂牌，2016年6月14日在新三板退市，之后在2019年7月23日作为首批科创板公司上市。截至2020中报，前三大股东南京微创咨询、中科招商和 Huakang Limited 分别持有公司 23.07%、22.63%和 15.39%股权，无直接控制人。

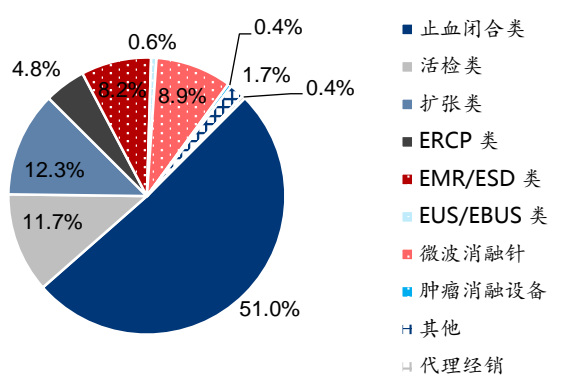
形成三大产品体系，其中内镜诊疗耗材是核心业务。经过十余年发展，公司已经从单一的非血管介入产品发展成内镜诊疗、肿瘤消融、OCT（内镜式光学相干断层扫描系统）等三大主要产品体系。内镜诊疗业务作为核心业务，2019年贡献公司90%主营收入和89%毛利，具体产品包括止血闭合类、活检类、扩张类等。

图表5：2019年公司主营收入拆分（按业务）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：2019年公司主营毛利拆分（按业务）

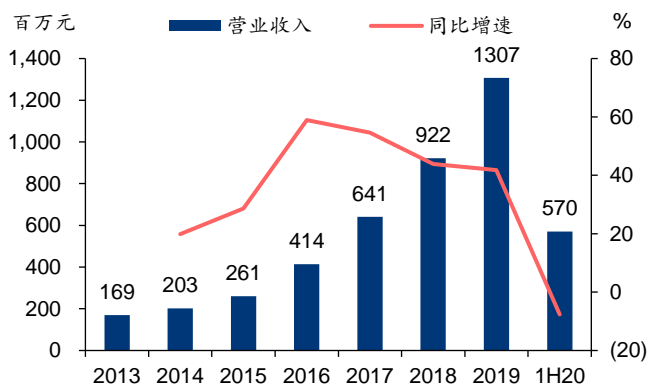


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司2016年之后进入快速发展期。公司从2016年开始持续高速增长（2016年一次性确认股权激励费用9570万元，导致亏损），公司2013-2019年营业收入、归母净利润和扣非归母净利润CAGR分别达到41%、52%和59%。

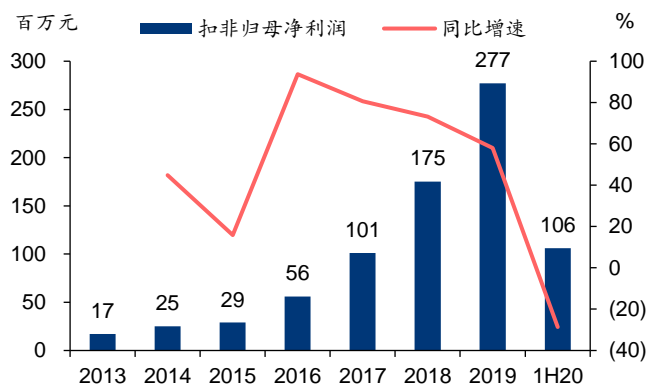
1H20业绩受疫情影响明显，治疗类耗材表现亮眼。1H20新冠疫情对公司国内和海外业务均造成冲击，公司1H20收入5.70亿元（-7.64%yoy），扣非归母净利润1.06亿元（-28.62%yoy）。其中治疗类耗材（ERCP类、EMR/ESD类等）需求相对刚性，受影响小于检查类耗材（活检类等），1H20公司ERCP类和EMR/ESD类产品收入同比增长72%和50%，仍保持较高速增长。

图表7：2013-1H20年公司营业收入及其同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8：2013-1H20年公司扣非归母净利润及其同比增速



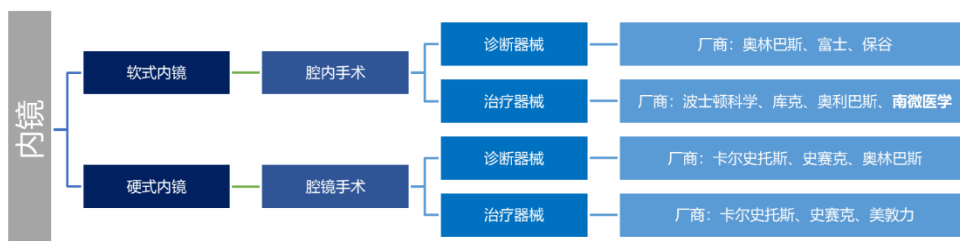
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

增长驱动之一：从止血闭合类到 EMR/ESD 类的产品放量 行业：内镜诊疗是迅速崛起的新兴术式

根据功能，内镜分为呼吸内镜和消化内镜。消化内镜包括胃镜、肠镜、超声内镜、十二指肠镜、小肠镜、胶囊内镜等。呼吸内镜主要包括支气管镜、超声支气管镜和硬质支气管镜。

根据质地，内镜包括软镜和硬镜。软镜是指可以通过人体自然腔道（食道、肠道等）随意弯曲的内镜，比如胃镜、肠镜等，在软镜下进行的手术通常被称为腔内手术（Endoluminal Surgery）或内镜手术，此为南微医学产品所涉及的术式。硬镜是借助戳孔使腔镜进入人体腔内或潜在腔隙的不可弯曲的内镜，如腹腔镜、膀胱镜等，在硬镜下进行的手术通常被称为腔镜手术（Laparoscopic Sugery）。（下文如无特殊说明，提到的内镜特指软式内镜）。

图表9： 内镜诊断和治疗器械分类及其对应的厂商



资料来源：奥林巴斯公告（2017 年 10 月），华泰证券研究所

内镜手术（腔内手术）相较传统手术具备差异化优势。开放手术属于传统手术方法，适应症广泛，缺点是创伤大、恢复慢，患者身体负担大和总费用高。腔镜手术相较开放手术对患者的创伤大大减少，但也不可避免切除一部分内脏。而内镜手术（腔内手术）与腔镜手术的最大区别是经过自然腔道（食道、肠道等），不是戳孔，对人体的创伤降到最小，总耗费低，但具有特殊应用风险。

图表10： 开放手术、腔镜手术和内镜手术的定义、优势和劣势

分类	定义	所需内镜	优势	劣势
开放手术	切开皮肤和组织，直接对人体内的结构或器官进行操作	无	适应症相对广泛	创伤大，出血多，术后出现并发症的概率高，恢复慢，住院时间长，总费用高
腔镜手术	借助戳孔使腔镜进入人体腔内或潜在腔隙，特殊的腔镜器械进行手术	硬式内镜	对腔道干扰少、损伤小，恢复快，术后并发症少	设备昂贵操作较复杂，对手术医师技术要求高；手术费用及耗材费用较高；不可避免需要切除部分脏器
内镜手术	通过人体自然通道进入人体腔，在内镜直视下进行诊疗操作，完成全部手术过程	软式内镜	快捷有效，体表无切口，缩短术后恢复期、避免伤口感染，术后并发症少，总耗费低	内镜手术有其特殊应用风险；且相对应用场景局限

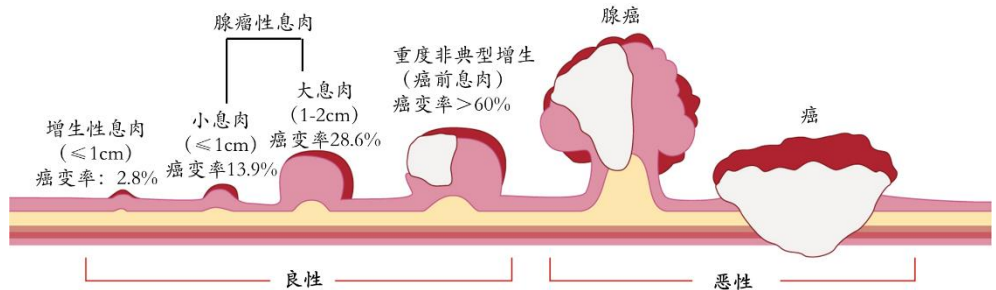
资料来源：《中国临床医学》（2018 年 4 月第 25 卷第 2 期），华泰证券研究所

内镜诊疗适用领域持续扩大，手术分为 4 级。随着内镜手术不断发展，新的内镜手术被开发出来，显著扩展内镜手术的使用范围，带动内镜耗材的强劲增长。根据手术难度和风险，我国将内镜诊疗分为 4 级：诊断性胃镜和肠镜等是 1 级手术；术中胃肠镜、胶囊胃肠镜、超声内镜等是 2 级；EMR 等为 3 级手术；ERCP 和 ESD 等是 4 级。

我国消化道癌高发。根据 Globocan 2018 数据，2018 年我国新发恶性肿瘤约 428.5 万人，其中胃癌、食道癌、结肠癌和直肠癌新发病人数量分别为 45.6/30.7/28.5/23.2 万人，合计达到 128 万人。

内镜下早诊早治可以大幅消化道癌生存率。消化道息肉是早期癌变病灶，遵守“息肉-腺瘤-癌”的发展规律，病灶不及时处理，长大后癌变概率大大增加。因此如果能够通过内镜发现早期癌变病灶（息肉、巴雷特食管等），并且内镜下黏膜切除、采用内镜黏膜下剥离等微创手术，不仅可以实现与外科手术相当的疗效，患者5年存活率超过95%，而且具有创伤小、痛苦少、恢复快的优势。

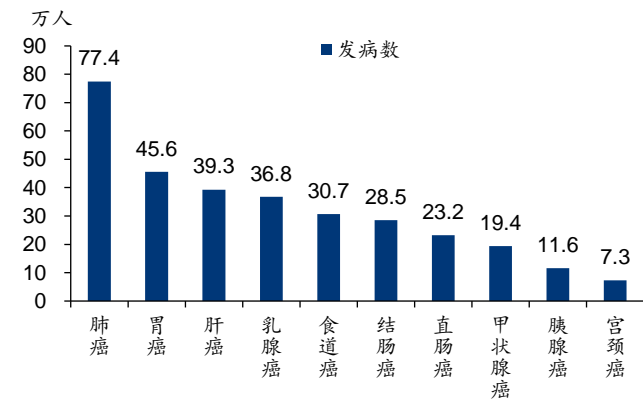
图表11：“息肉-腺瘤-癌”的发展过程示意图



资料来源：《Cancer Research Journal》（2015年3卷4期），《世界华人消化杂志》（2013年21卷281期），华泰证券研究所

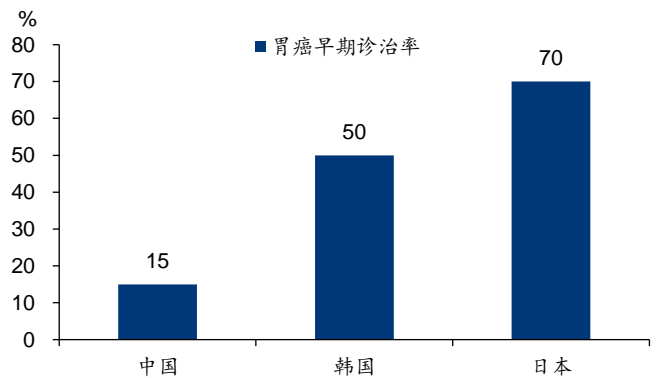
我国消化道癌早诊率明显偏低。以胃癌为例，根据《国家医疗服务与质量安全报告(2018)》，我国2017年早期胃癌内镜检出率为15.3%，远低于同为东亚国家的日本（70%）和韩国（50%）。食道癌类似，根据《中国早期食道癌筛查及内镜诊治专家共识（2014年）》，我国目前90%以上的食道癌患者确诊已发展至晚期，生活质量差，而且5年生存率不足20%。

图表12：2018年我国前十大恶性肿瘤发病数



资料来源：Globocan 2018，华泰证券研究所

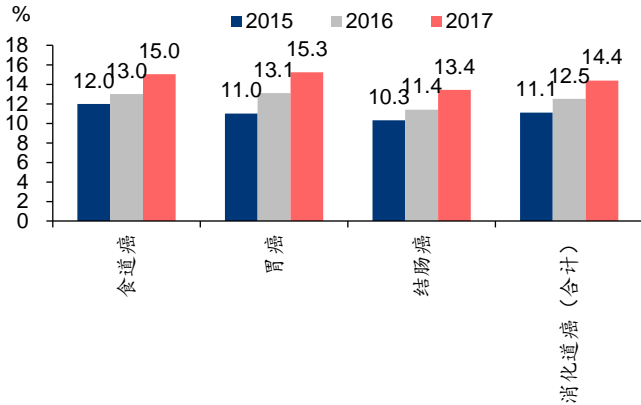
图表13：2017年中日韩三国胃癌早期诊治率对比



资料来源：《国家医疗服务与质量安全报告(2018)》，《中国磁控胶囊胃镜临床应用专家共识》，华泰证券研究所

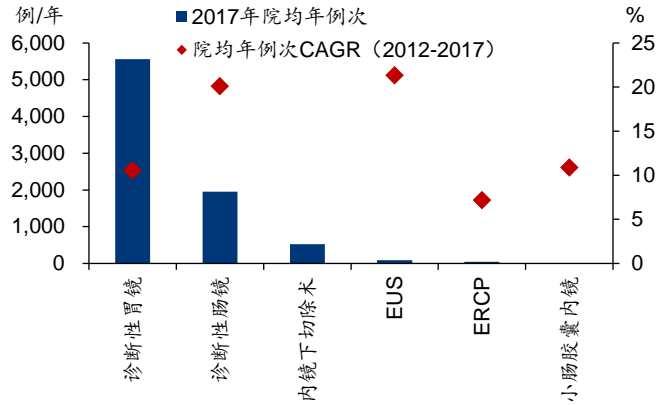
根据国家消化内镜质控中心数据，我国消化道癌症早期诊治率从2015年11.1%提高至2017年14.4%，内镜诊疗发展迅速，我们认为这源于以下三个方面：

- 1) 需求方面，患者诊疗意识提高：人们逐渐认识到消化道癌症高发特性，内镜检查意愿在增强，内镜诊疗及其相关手术接受度在提高。
- 2) 供给方面，医生学习热情高涨，内镜手术中心增多：消化内科医生通过内镜手术扩大科室的治疗范围，科室地位在提高，消化内科医生学习主动性高，且随着经验积累，内镜中心在增多（四级内镜手术要求5年累计内镜诊疗不少于5000例）。
- 3) 技术方面，内镜手术技术持续发展：内镜下手术方式逐渐丰富，从活检止血到ERCP再到EMR/ESD，对传统开放手术的颠覆，逐渐扩充原有耗材的使用范围和新兴耗材的开发，带动行业整体发展。

图表14： 2015-2017年我国消化道癌症早期诊治率对比


注：2015-2017年抽样医院分别为1683、1294和1388家

资料来源：《2015-2018年国家医疗服务与质量安全报告》，华泰证券研究所

图表15： 2017年我国内镜院均年诊疗例次及2012-2017年CAGR


注：2015-2017年是抽查，参与医院分别为1683、1294和1388家；缺少2012年内镜下切除术数据

资料来源：《2015-2018年国家医疗服务与质量安全报告》，华泰证券研究所

安徽医学内镜诊疗耗材的产品线可以分为两类：

- 1) **普通耗材**：主要为止血闭合类和活检类产品。这些产品都是临床刚需，大部分内镜手术都要用到，单价低但需求量大。针对这部分产品，公司主动配合政府降价，利用规模和成本优势，赢取份额，构建护城河。
- 2) **高端耗材**：主要包括扩张类、EMR/ESD类、ERCP类和EUS/EBUS类。这些产品主要是针对特定术式，操作难度较高，且基本以进口为主。EMR/ESD手术主要针对早期消化道肿瘤患者，分别属于三级和四级内镜手术，起源于日本，属于近年兴起的微创手术，东亚国家领先，需求旺盛。ERCP主要针对胰腺和胆总管疾病患者，这属于四级内镜手术，对医生和机构都要严格要求，欧美企业相对领先。

为了更好地判断公司各产品线的增长空间，我们估算2019年我国内镜耗材行业规模，同时预测2027年规模，关键假设如下：

- 1) 根据最新的2017年国家质控中心对1388家医院抽查结果，我们可知各种内镜诊疗手术比例，假设2019年该比例不变。
- 2) 根据调研公告(2019-016)，可知2018年全国ESD手术量大约30万例，且近年保持20%同比增速，我们假设2018年ESD手术量为25万例且2019年同比增速保持在20%，那么我们可以计算2019年我国ESD手术量为30万例，再根据这个推算其他手术量。
- 3) 根据招股书，我们假设每台EMR手术消耗1个注射器、1个圈套器和1个止血夹，每台ESD手术消耗1个注射器、1个高频电刀和6个止血夹，每台ERCP手术消耗1个ERCP套装，1/3内镜诊疗需要活检钳，1/8 EUS手术需要超声活检。
- 4) 我们用公司出厂价估计国内内镜耗材市场规模，已知公司2018年国内止血夹、注射器、圈套器、高频电刀、ERCP套装和活检钳国内出厂价分别为65、59、59、2000、3000和20元/件，且同时假设2019年出厂价保持不变。
- 5) 根据上文，2017年我国早期胃癌诊治率只有15%，低于同为高发胃癌地区日本(2017年70%)。假设2019年我国消化道癌早诊率已提高至17%，而且根据调研，公司预计我国2027年早诊率有望提高至2017年日本水平，根据此预测2027年内镜诊疗总量以及EMR、ESD、EUS的手术量。
- 6) 根据公司招股书，我们已知美国2009年ERCP在内镜诊疗中占比为1.24%，我国2017年抽查结果为0.52%，假设2027年我国ERCP在内镜诊疗中占比提高至美国2009年水平的1.5倍。

图16: 我国2019年内镜耗材行业规模估算及2027年规模预测

	2017年1388家医院抽查结果	2019年全国测算结果	2027年全国预测结果
内镜诊疗手术总量(万例)	1,210	9,972	41,063
诊断性胃镜和肠镜诊疗量(万例)	1,043	8,598	35,405
EMR手术量(万例)	69	570	2,348
ESD手术量(万例)	4	30	124
ERCP手术量(万例)	6	52	185
EUS手术量(万例)	12	97	397
止血夹年消耗量(万个/年)		750	3,090
注射器年消耗量(万个/年)		600	2,472
圈套器年消耗量(万个/年)		570	2,348
高频电刀年消耗量(万个/年)		30	124
ERCP套装年消耗量(万套/年)		52	184.84
EUS年消耗量(万个/年)		12.06	49.67
活检钳年消耗量(万个/年)		3,324	13,688
止血夹国内单价(元/个)		65	65
注射器国内单价(元/个)		59	59
圈套器国内单价(元/个)		59	59
高频电刀国内单价(元/个)		2000	2000
ERCP套装国内单价(元/套)		3000	3000
活检钳国内单价(元/个)		20	20
EUS国内单价(元/个)		568	568
止血闭合类市场规模(亿元)		4.9	20.1
EMR/ESD类市场规模(亿元)		12.9	53.1
ERCP类市场规模(亿元)		15.5	55.5
活检类市场规模(亿元)		6.6	27.4
EUS市场规模(亿元)		0.7	2.8
内镜耗材合计市场规模(亿元)		41	159

注: 以上测算不含食道支架等扩张类产品

资料来源: 公司公告, 国家消化内镜质控中心, 华泰证券研究所

根据我们的测算, 我国到2019年内镜诊疗总量达到1.0亿例, 其中EMR、ESD、ERCP手术量分别达到570万例、30万例、52万例。如按照南微医学产品线, 我们测算2019年我国止血闭合类、EMR/ESD、ERCP、活检类、EUS市场规模分别为4.9、12.9、5.5、6.6和0.7亿元, 合计约为41亿元。再根据我们预测, 我国内镜耗材市场规模到2027年有望达到159亿元, 2019-2027年CAGR约为18.6%。

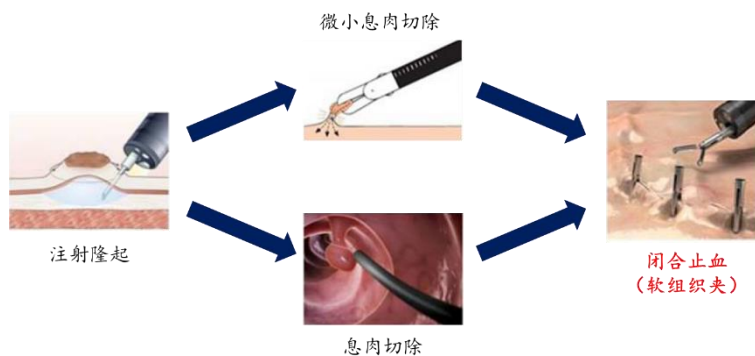
计算可知2019年公司止血闭合类、活检类、ERCP和EMR/ESD类产品收入市占率分别为56%、13%、3%、3%。

我们认为公司产品从普通耗材逐步向高端耗材的品类拓展, 是公司核心增长动力之一。公司在止血闭合类等基础耗材领域在国内具备较高的市场地位, 未来在国内巩固优势同时拓展海外市场, 是公司短期的核心增长动力。而在ERCP、EMR/ESD等专有耗材和高端耗材市场, 公司市占率还有很大提高空间, 这是公司中长期增长驱动力。

止血闭合类: 性能优异+价格优惠成就明星产品

软组织夹目前核心功能是闭合止血, 是内镜下切除手术(EMR/ESD)中必备耗材。止血闭合类核心产品是软组织夹(止血夹), 最早用于内窥镜标记便于外科医生辨别病灶, 后来随着ESD、EMR等内镜手术的兴起, 软组织夹更多被用于闭合软组织和止血, 已成为内镜手术必备耗材之一。在EMR、ESD手术过程中通常会使用多个软组织夹。

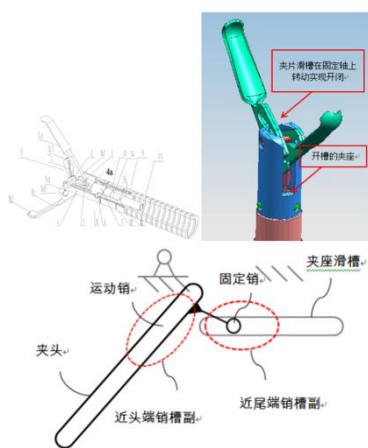
图表17： 内镜下切除术中软组织夹的应用



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

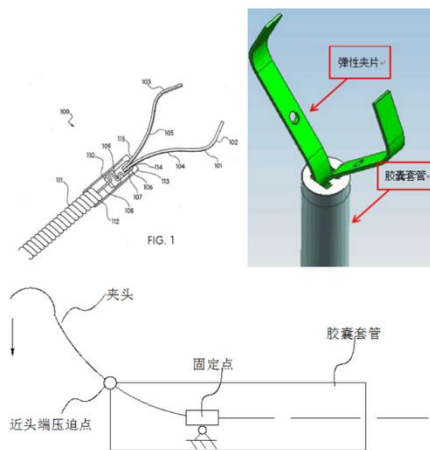
自主研发，性能优异。公司软组织夹上市时间晚于波士顿科学、库克和奥林巴斯等国际巨头，没有盲目跟随进口产品的技术设计，而是在大量调研的基础上采用自主研发的凸轮设计。公司的凸轮设计不仅能够无限次重复开闭和在弯曲状态下实现 360 度精确旋转，而且**残留段短**（软组织夹金属钳头部分需要残留在体内，随后被人体排出，所以残留段短对人体潜在伤害小），**规格齐全**（满足多样临床需求），**手感清晰**（竞品的弹性结构易误操作），**操作舒适**（符合人体工程学设计）。

图表18： 南微医学软组织夹结构示意图



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表19： 波士顿科学软组织夹结构示意图



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表20： 公司软组织夹与国际巨头竞品对比

参数	南微医学	波士顿科学	库克	奥林巴斯
最大插入直径*工作长度(mm)	2.6*(1550/1650/1800/1950/2300/2350/2700)	2.6*(1550/2350)	2.4*2300	2.6*(1650/1950/2300/2700)
结构	凸轮结构	弹性悬臂梁结构	连杆结构	弹性悬臂梁结构
开闭性能	无限次重复开闭	5 次重复开闭	无限次重复开闭	不可重复开闭
旋转情况	可在弯曲状态下实现 360 度精确旋转	360 度旋转	360 度旋转	可在弯曲状态下实现 360 精确旋转
残留段长度(mm)	10	16	15	10

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

定价优势突出。公司充分调研市场，决定标准款和高性能款单价分别为 199 元和 299 元，并发布在官网上广而告之，相对进口波士顿科学（700-800 元）和奥林巴斯（夹子 120 元，控制枪 30 元/次，消毒 60 元/次，医保只覆盖夹子本身，其他费用需要科室自行承担）的进口产品，具备性价比优势，在集采时优势更加明显。

图表21： 部分省份中公司软组织夹与进口同类产品报价对比

单位：元/件	南微医学	奥林巴斯	波士顿科学
贵州	260-1200	125-9000	1280
浙江	65.57-217.13	66.72	701.27
辽宁	110.93-5000	3800-5850	1298

注：奥林巴斯夹子需要配合枪头使用，枪头较贵，需要消毒，而且医保不覆盖。

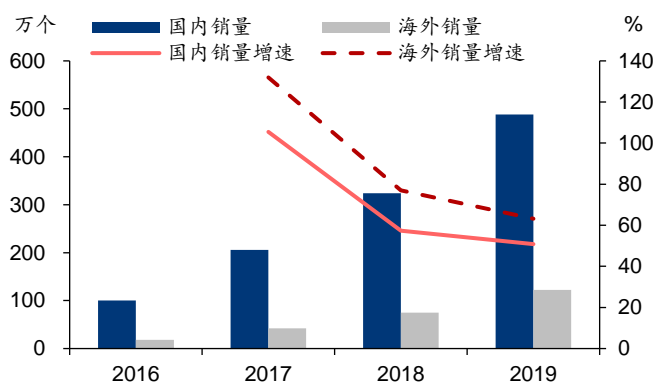
资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

软组织夹产品看似简单，但壁垒并不低：1) 技术路线完全不同于进口和国产竞品，专利保护完善；2) 通过批量制造优势构建成本壁垒，迫使后来模仿者无法通过相同售价实现盈利；3) 与其他产品构成完整的消化内镜诊疗解决方案，维系全产品线优势。

国内市场占据支配地位，海外市场处于快速拓展阶段。公司止血闭合类产品销量由 2016 年的 118 万件上升至 2019 年的 611 万件，其中国内销量占 80%，我们测算 2019 年公司止血夹国内销量市占率约为 65%，占国内市场支配地位，但在全球市场份额占比不足 10%，可提升空间较大，2019 年公司止血闭合类产品海外销量达到 122 万件，同比增长 63%。

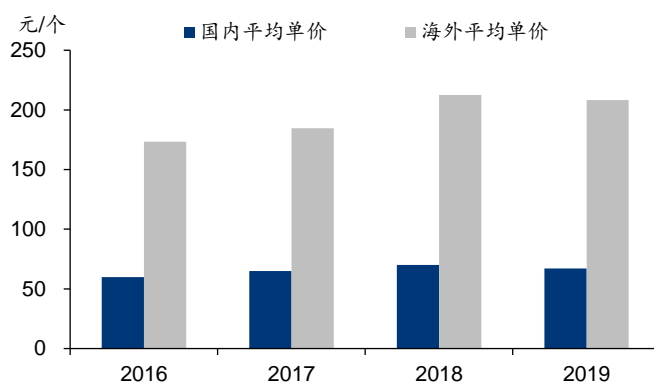
止血闭合类产品高速增长，收入占比不断提高，是近年公司增长核心动力。公司 2019 年止血闭合类产品营收达 5.82 亿元，2014-2019 年 CAGR 达到 138%，占公司营收比例也由 2014 年 3.75% 上升至 2019 年 44.48%，成为公司最大的业务板块。虽然 1H20 因疫情止血闭合类收入基本与去年持平，但我们认为长期看其仍为公司短期增长核心决定因素。

图表22： 2016-2019 年公司止血闭合产品国内和海外销量及其同比增速



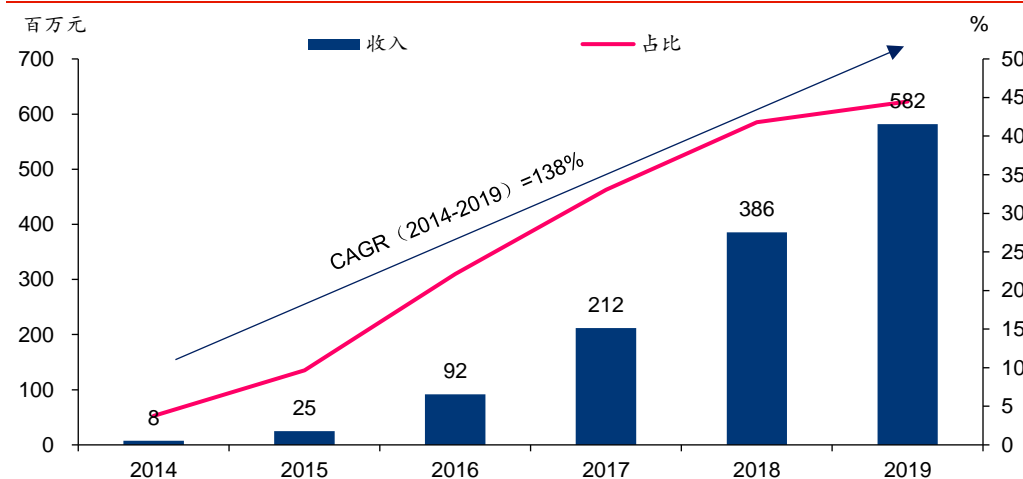
资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰证券研究所

图表23： 2016-2019 年公司止血闭合产品国内和海外平均单价



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰证券研究所

图表24： 2014-2019 年公司止血闭合类产品营业收入及其在营收占比和 CAGR



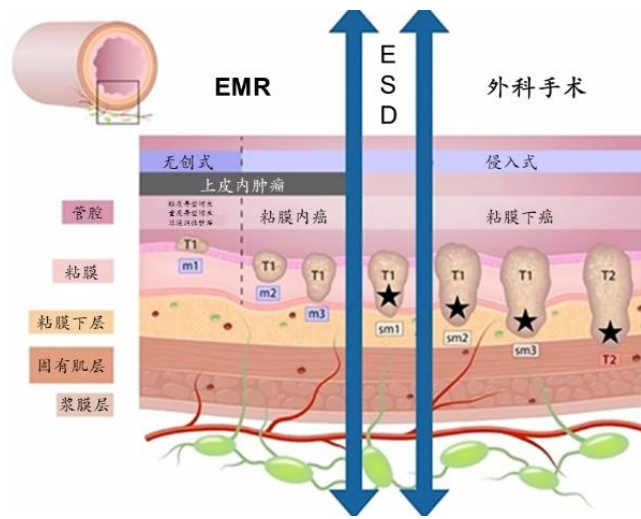
资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰证券研究所

EMR/ESD：主流的内镜手术，未来中长期增长核心驱动

内镜下切除术是无淋巴结转移风险的早期消化道癌患者的首选治疗方式。消化道癌患者术前评估证明，患者处于早期，且肿瘤浸润深度仅限黏膜内，CT 检查未见远处脏器转移，内镜下切除术因其与外科手术相当的治疗效果、创伤小、并发症少、恢复快及费用低等优势，成为早期消化道癌患者治疗的主流方式。

EMR、ESD 和外科手术取决于病灶分型、浸润深度和病灶大小。内镜下切除术主要分为内镜下黏膜切除术（EMR）和内镜黏膜下剥离术（ESD）。根据《早期胃癌内镜下规范化切除的专家共识意见（2018）》和 SAGES（美国胃肠内镜医生协会）建议，内镜下切除术病灶至少≤3cm，且浸润深度没超过黏膜下层，否则只能采用外科手术。

图表25： EMR、ESD 和外科手术适应症示意图



资料来源：SAGES，华泰证券研究所

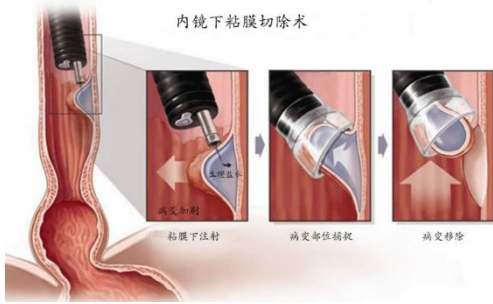
和 EMR 相比，ESD 使用范围广，切除率高，复发率低，但并发症发生率高，手术难度大。ESD 是在 EMR 基础上发展过来的。相较 EMR，ESD 不受病变大小和溃疡的限制即可实现病灶的整块切除，使用范围更广。ESD 采用黏膜下剥离的方式，整块切除率和完全切除率高，因此复发率低。但 ESD 基本都是四级手术，难度大于三级手术的 EMR，并发症发生率也高。

图表26： ESD 和 EMR 的适应症、优劣势和操作方法

治疗方式	内镜下黏膜剥离术 (ESD)	内镜下黏膜切除术 (EMR)
适应症	若满足可进行内镜下切除，则不受病变大小和溃疡的限制，可对病变进行整块切除	无溃疡性改变，且拟切除黏膜直径≤2cm 的病变（早期胃癌、局限于黏膜或黏膜下层的结直肠癌）
优势	可精确控制切除深度和范围，整个切除病变，整块切除率和完全切除率高，因此应用范围广，复发率较低	并发症发生率较低；三级手术，相对手术风险低
劣势	并发症发生率较高，且为四级手术，手术时间较长手术风险大，对医生技术要求高	整块切除率和完全切除率相对较低，复发率也较高
操作方法及器械	① 环周标记：明确病变边界（染色剂、电刀）； ② 黏膜下注射：使病变充分抬举（注射器） ③ 环形切开：使用电刀环周切开病变黏膜。过程中一旦出现出血，使用电刀或电凝钳止血； ④ 黏膜下剥离：使用电刀剥离病变； ⑤ 创面处理（电凝钳、止血夹）	① 明确病变边界，必要时标记（染色剂、电刀）； ② 黏膜下注射（注射器）； ③ 病变切除：完全切除病变黏膜（圈套器、套扎器、或透明帽及专用圈套器）； ④ 创面处理：根据切除后创面情况，必要时使用电凝钳、或金属夹等处理创面（电凝钳、止血夹）

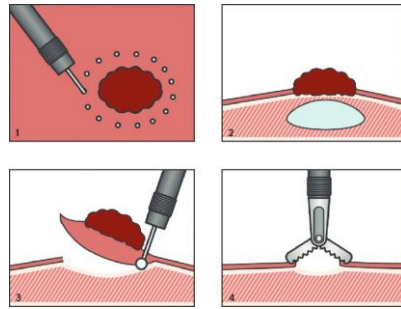
资料来源：《早期胃癌内镜下规范化切除的专家共识意见（2018）》，华泰证券研究所

图表27: EMR示意图



资料来源: Kostalas, 华泰证券研究所

图表28: ESD示意图



资料来源: Researchgate, 华泰证券研究所

EMR/ESD 技术东亚领先。EMR/ESD 技术不同于 ERCP，是由日本最先推行的，东亚较欧美处于领先地位，对于公司而言，是发展 EMR/ESD 的良机。

我国 EMR/ESD 手术保持较快增长。根据国家消化内镜质控中心数据，我国 2017 年院均内镜下切除术为 525 例/年，其中 EMR 和 ESD 院均年例数分别达到 499 例/年和 26 例/年。根据这个比例，再结合公司调研公告 (2019-016)，我们估算 2019 年我国 ESD 手术量约为 30 万台，而 2019 年 EMR 手术量约为 570 万台，保持 20%左右的同比增速。

目前核心产品是圈套器和注射针，但其他产品在崛起。目前 EMR/ESD 的核心产品是圈套器和注射针，二者 2018 年合计贡献 75% 的 EMR/ESD 销售收入，但高频电刀等其他产品占比稳步提高。

一次性高频电切开刀 (“黄金刀”) 上市，性价比突出，有望成为下一重磅产品。目前市面上的进口高频电刀价格昂贵，终端约 1 万元/台，很多医院只能重复使用，这样存在交叉感染的风险。公司一次性高频电切开刀在 2019 年 4 月获 NMPA 批准上市，根据调研公告 (2020-003)，2019 年即销售近 1 万把。公司在“黄金刀”上增加了注射和充起功能，且注射是从内芯注入，注射压力高于竞品，可节约手术时间。另一方面，该产品价格仅 1000-2000 元/台，明显降低医保压力和患者手术费用，今年上半年即使面对疫情压力也实现去年全年销量。因此我们认为“黄金刀”有望成为公司又一重磅产品。

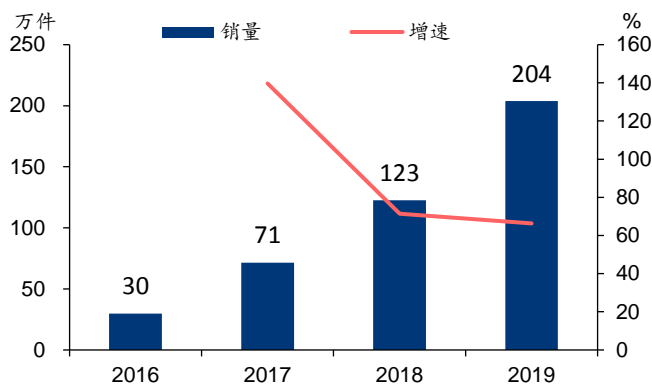
图表29: 公司高频电切开刀与进口竞品对比

产品所有者	南微医学	奥林巴斯	爱尔博	宾得
型号 (直径*长度) 单位: mm	2.7*1650/1950/2350	2.7*1650/1950/2350	2.3*1900	(2.5/2.6/2.7)*(1800/2200)
参数	电极细且具有低阻抗涂层，切割性能好、鞘管纤细顺应性高；防导线缠绕手柄	具有电切和注液冲洗功能；球头结构可勾拉组织，提高切割的灵活性	电刀、水刀一体式设计，不需进行器械交换	电刀、水刀一体式设计，不需进行器械交换

资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

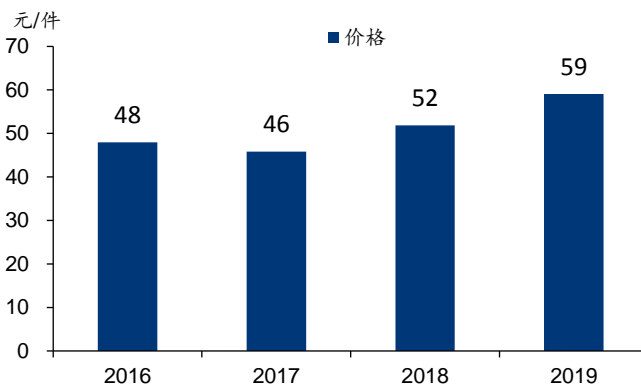
公司 EMR/ESD 业务虽然在 2019 年收入占比仅为 9.3%，但是为中长期增长动力。公司 EMR/ESD 产品线 2019 年收入 1.20 亿元，CAGR (2014-2019) =115%，销量大幅增加之外，高附加值产品占比提高，带动平均售价提高，EMR/ESD 业务成为公司增长最快的业务线之一。由于其需求刚性，受疫情影响较小，在 1H20 公司 EMR/ESD 类收入同比增速约 50%。

图表30: 2016-2019年公司EMR/ESD销量及其同比增速



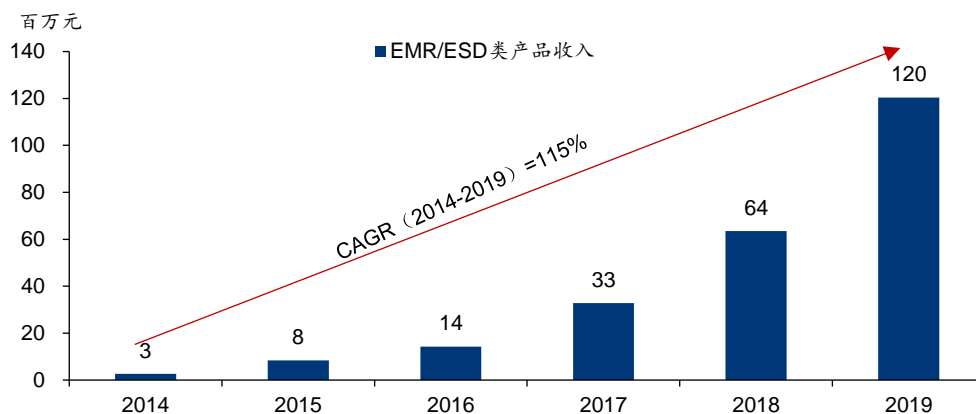
资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 华泰证券研究所

图表31: 2016-2019年公司EMR/ESD产品平均单价



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 华泰证券研究所

图表32: 2014-2019年公司EMR/ESD类产品营业收入和CAGR



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 华泰证券研究所

ERCP类: 手术难度高, 公司产品持续升级

ERCP 技术被广泛应用于胰腺和胆总管疾病。ERCP 全称为内镜下逆行性胰胆管造影术, 最开始主要用于诊断胰腺和胆总管。内镜进入十二指肠后, 将导管插入胰胆管注入造影剂, 拍摄 X 射线进行诊断。发展至今, ERCP 不再局限于“造影”, 括约肌切开、扩张、引流、取石等相关技术都被开发, ERCP 被广泛用于胰腺疾病、胆管结石、胆管狭窄的微创治疗。

ERCP 痛苦小, 恢复快。区别于普通外科胰腺和胆总管手术可能要破坏人体器官, 手术打击大, ERCP 可以保留器官, 愈后体验好。

ERCP 手术难度高, 主要在三级医院开展。ERCP 主要采用不同于普通内镜的侧视镜, 且需要配合 X 射线影像使用, 学习难度大, 属于四级内镜手术, 主要在三级医院开展。根据国家内镜质控中心和调研数据测算, 我们估算 2019 年全国 ERCP 手术量约为 52 万台。

欧美的 ERCP 产品领先, 壁垒高, 公司全面布局, 逐步缩短差距。ERCP 技术起源于欧美, 涉及到耗材种类繁多, 包括取石网篮、取石球囊、乳头括约肌切开刀、导丝、鼻胆引流管、胆管内引流管等。ERCP 在欧美发展更加成熟, 相应的欧美厂商如波士顿科学等技术先进, 产品齐全。南微医学也在持续丰富 ERCP 产品包, 缩短技术差距, 并利用性价比优势竞争。

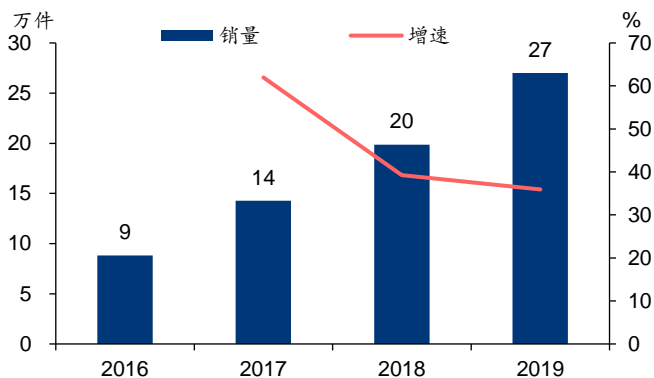
图表33: 公司与进口品牌 ERCP 产品对比

产品	南微医学	波士顿科学	库克	奥林巴斯
型号				
导丝锁	2款适配3种内镜	2款适配3种内镜	2款适配3种内镜	无此产品
鼻胆管	7Fr-10Fr	8Fr-14Fr	5Fr-10Fr	5Fr-7Fr
导丝	直径(0.018 inch-0.038 inch) * 长度 4500 mm	直径(0.025/0.035/0.038 inch) *长度(2600/4500 mm)	直径(0.021/0.025/0.035 inch) *长度(2600/4800/6000 mm)	直径(0.025/0.035 inch) *长度 (2700/4500 mm)
切开刀	切丝长度 5mm-30mm	切丝长度 20mm-30mm	切丝长度 25mm	切丝长度 5-30mm
参数				
导丝锁	一体式结构	一体式结构	分体式结构	无此产品
鼻胆管	猪尾形,多侧孔设计,柔韧性和抗折性好,多种形状可选	猪尾形,变硬度管材,多侧孔设计,柔韧性和抗折性好,多种形状可选	圣诞树形状,引流效果好,柔韧性和抗折性好,多种形状可选	猪尾形,多侧孔设计,优良的柔韧性和抗折性,多种形状可选
导丝	镍钛合金内芯、主体热缩 PTFE 斑马花纹管、头部具有超滑亲水涂层、头端具有 X 光下增强显影效果	镍钛合金内芯、主体热缩 PTFE 斑马花纹管、头部具有超滑亲水涂层、头端具有 X 光下增强显影效果	镍钛合金内芯、主体热缩 PTFE 斑马花纹管、头部具有超滑亲水涂层、头端具有 X 光下增强显影效果	镍钛合金内芯、主体热缩 PTFE 斑马花纹管、头部具有超滑亲水涂层、头端具有 X 光下增强显影效果
切开刀	刀头方向可调整,适配长导丝	刀头方向不可调整;可采用短导丝实现快速交换结构	刀头方向不可调整;可采用短导丝实现快速交换结构	刀头方向不可调整,适配长导丝

资料来源:公司招股说明书,华泰证券研究所

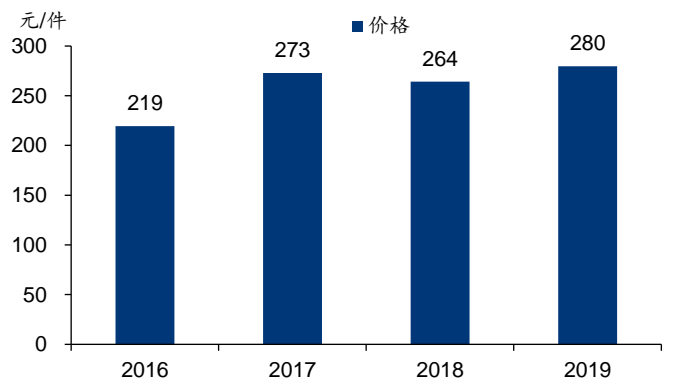
ERCP 类产品 1H20 不惧疫情高速增长。公司 2019 年 ERCP 类产品收入 0.76 亿元,2014-2019 年收入 CAGR 达到 44%。ERCP 属治疗耗材,需求刚性,因此其销售受疫情影响很小,在 1H20 收入同比增长 72%,成为公司 1H20 增长最快的产品线。

图表34: 2016-2019 年公司 ERCP 销量及其同比增速



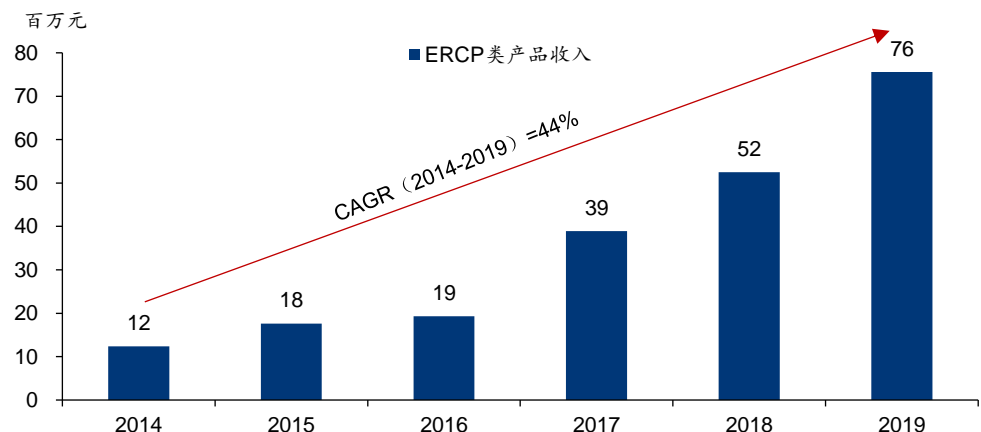
资料来源:公司招股说明书,公司公告,华泰证券研究所

图表35: 2016-2019 年公司 ERCP 产品均价



资料来源:公司招股说明书,公司公告,华泰证券研究所

图表36: 2014-2019 年公司 ERCP 类产品营业收入和 CAGR

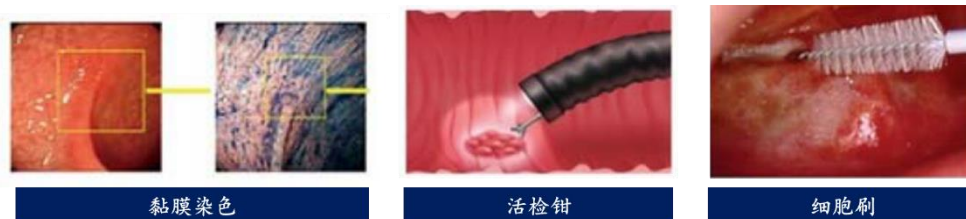


资料来源:公司招股说明书,公司公告,华泰证券研究所

活检类：利用成本优势扩大竞争力

活检类产品主要用于取出活体和细胞样本进行病理分析，是内镜诊疗基础耗材。活检类产品主要包括活检针、活检钳、细胞刷和靛胭脂黏膜染色剂。活检针、活检钳和细胞刷主要用于获取消化道和呼吸道组织和细胞，这是进行消化道癌症及癌前病变诊断的主要手段，属于基础类耗材，用量大，单价低。

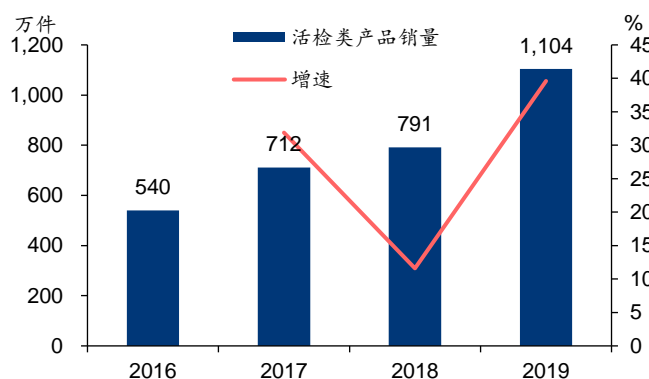
图表37： 内镜活检示意图



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

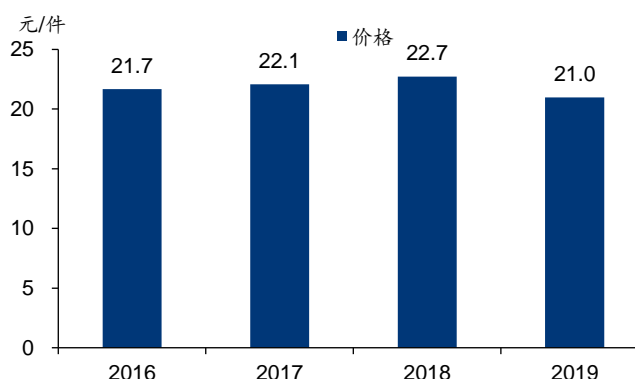
公司活检类产品 2019 年降价促销，收入加速增长，且利于拓展市场。公司 2019 年活检类实现营收 2.32 亿元，同比增长 29%，较 2018 年（15%yoy）增长加速。主要原因是公司凭借量大的成本优势在 2019 年推行试水性降价，带动同年销量同比增长 40%。活检钳作为带量导流产品，具备拓展新市场功能，可以带动后续产品进院。

图表38： 2016-2019 年公司活检类产品销量及同比增速



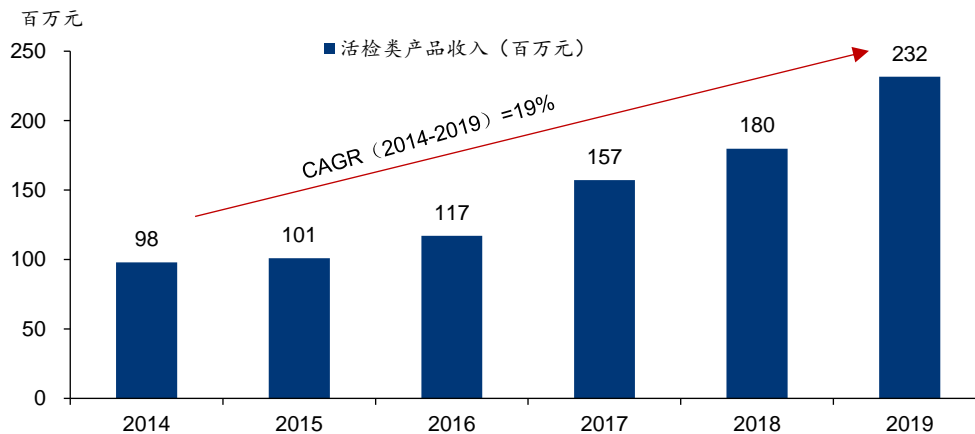
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表39： 2016-2019 年公司活检类产品平均单价



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表40： 2014-2019 年公司活检类产品收入



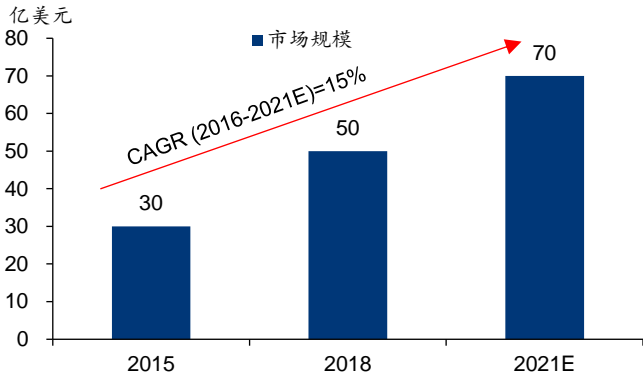
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

增长驱动之二：从国内到全球的市场拓展

全球市场中内镜耗材行业保持高景气

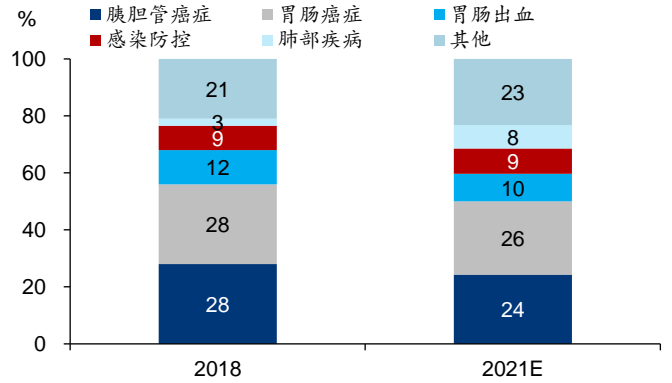
内镜耗材是全球增长较快的医疗器械子行业之一。根据波士顿科学公告（2019年5月），全球2018年内镜耗材市场规模达到50亿美元，CAGR（2016-2021E）达到15%，同比增速明显高于其他医疗器械子行业（<5%）。胰胆管疾病、胃肠癌和胃肠出血等领域是前三的内镜诊疗领域，但感染防控和肺部疾病增长很快。

图表41：2015-2021E年全球内镜诊疗耗材市场规模



资料来源：波士顿科学公告（2019年5月），华泰证券研究所

图表42：2018和2021E年全球内镜诊疗耗材市场组成（按业务）

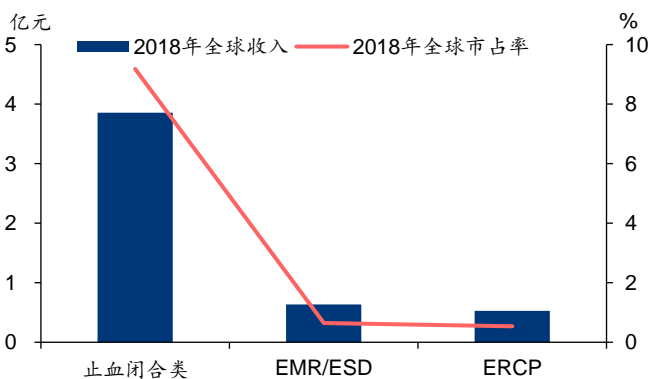


资料来源：波士顿科学公告（2019年5月），华泰证券研究所

全球市场被波士顿科学、库克和奥林巴斯三家垄断，市场竞争环境相对温和。根据波士顿科学公告（2019年5月），2018年全球内镜耗材市场前三波士顿科学、库克和奥林巴斯的合计市占率CR3超过70%，市场高度集中，并不是激烈竞争的红海。

公司全球市占率非常低，海外市场深具潜力。根据波士顿科学公告和公司公告，我们测算公司2018年在全球内镜诊疗市场占比仅为2.8%，即使是公司收入最大业务止血闭合类产品全球市占率也仅为9.2%，EMR/ESD和ERCP产品更是不足1%，因此我们认为拓展海外市场将有效提高公司业务增长的天花板。

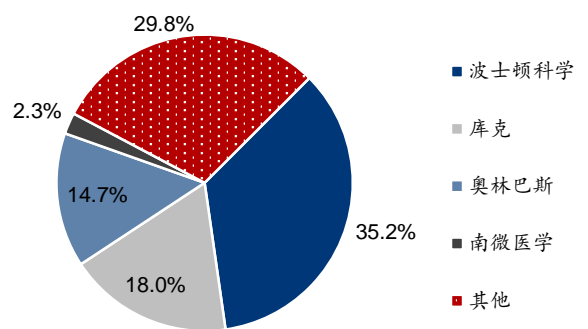
图表43：2018年公司在内镜诊疗耗材细分行业全球市占率



注：美元兑人民币汇率按照7.0计算

资料来源：波士顿科学公告（2019年5月），公司公告，华泰证券研究所

图表44：2018年全球内镜诊疗市场整体竞争格局



注：美元兑人民币汇率按照7.0计算

资料来源：波士顿科学公告（2019年5月），公司公告，华泰证券研究所

初步建立完整海外销售体系，海外收入快速增长

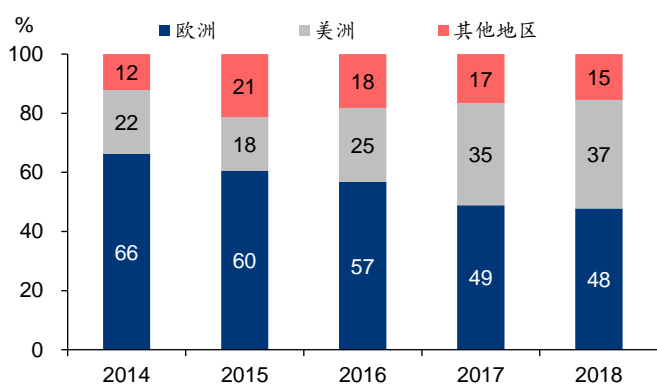
公司产品主要销往欧美。公司历来重视出口业务，不同于大多数国产医疗器械厂商主要出口亚非拉等发展中国家，2018年欧洲和美洲市场分别贡献公司48%和37%的海外收入，说明公司产品已被发达国家所接受。欧洲以全系产品销售，销售客户主要是医院，美国主要以基础耗材为主，目标客户是门诊手术中心，公司未来希望以创新产品突破美国市场。

海外销售有贴牌、经销和直销。公司在海外销售方式多样，不仅为库克、CONMED等国际巨头代工，而且也有经销和直销两种模式。2018年，海外贴牌、海外经销和海外直销分别占公司海外收入30%、41%和29%。

海外直销主要在美国和德国。全美73%医院通过GPO（药品集中采购组织）采购，公司从2016年开始，先后与Health trust（全美第三）、Vizient（全美最大）和Gastrologix（专注消化内镜领域）等GPO组织合作。德国原经销商MTE成立于2007年，是DanielKuhn与公司共同出资，分别持股80%和20%，DanielKuhn是德国资深医疗器械销售人员。2018年1月，公司以752万欧元收购MTE剩余的80%股权，利用MTE辐射整个欧洲市场。

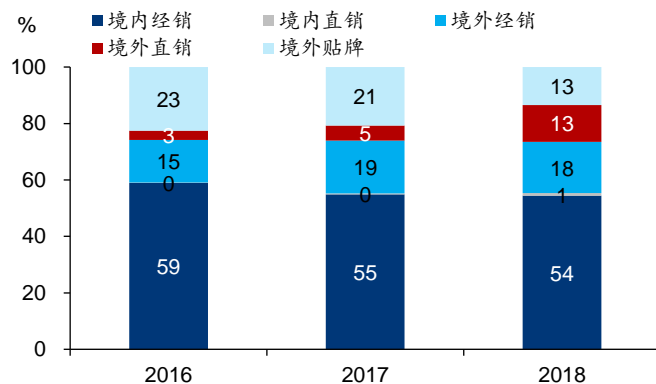
日本业务稳步上升。日本是内镜手术大国，在体检中普及内镜检查，对内镜耗材需求旺盛。公司止血夹和活检钳分别于2018年底和2019年底在日本上市，我们预计未来公司会继续向日本市场导入新产品，提高综合竞争力。

图表45：2014-2018年公司海外收入构成（按地区）



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表46：2016-2018年公司主营收入构成（按地区和销售模式）

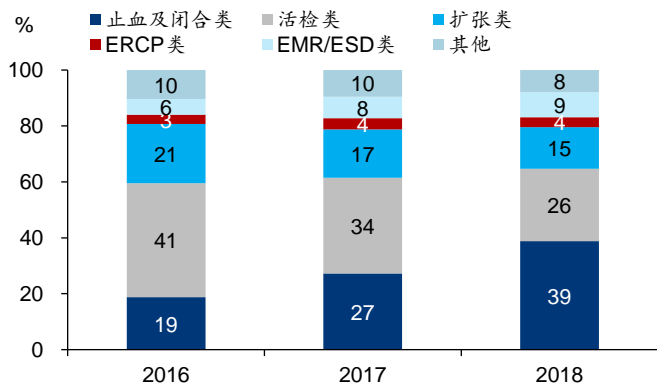


资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

海外销售核心产品由活检类切换至止血闭合类，海外整体毛利率提高。2016年公司41%海外营收来自活检类产品。公司以拳头产品软组织夹作为海外销售的破冰利器，高速增长，2018年已形成1.59亿元收入，占39%海外营收。由于止血闭合类产品整体毛利率比活检类产品高30pct，将海外收入毛利率同比提高3.57pct。

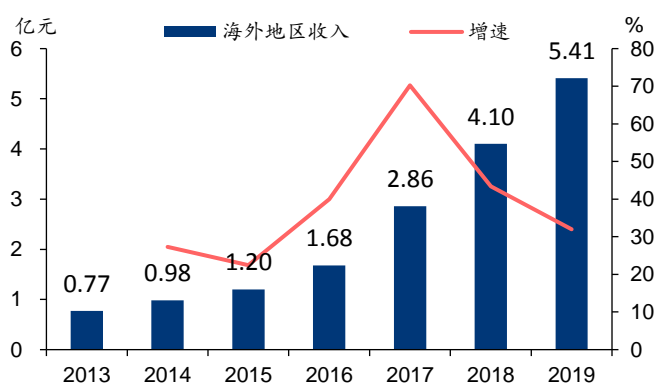
海外持续高速增长。2019年公司海外收入5.41亿元，占总收入41%，同比增长32%，其中美国市场同比增长超过50%，欧洲同比增长20%，其他地区同比增长25%。我们认为随着海外持续客户拓展和产品导入，公司海外收入有望持续保持较快同比增速。

图表47：2016-2018年公司海外营业收入构成（按产品）



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表48：2013-2019年公司海外收入及其同比增速



资料来源：公司招股说明书和公告，华泰证券研究所

盈利预测和估值

盈利预测

公司产品线众多，我们对公司按产品线收入和毛利逐一拆分并预测，其中关键假设如下：

- 1) **止血闭合类产品：**公司止血闭合类产品 2017-2019 年收入同比增速分别为 131%/82%/51%。我们认为疫情大幅降低检查性内镜诊疗量，1H20 止血闭合类产品收入与去年同期持平，因此预计 2020 年该类产品销售增长将放缓，后续随着疫情平稳和未来疫苗上市而恢复增长。我们预计公司止血闭合类产品 2020-2022 年国内和海外销量同比增速分别为 15%/50%/30%和 10%/55%/40%。因为公司采取降价促销的方式，所以我们预计 2020-2022 年国内及海外止血闭合类产品单价分别为 66/65/64 元和 205/200/195 元。虽然降价，但是若 2021 年销售放量，则规模效应显现，毛利率或稳步提升，我们预计 2020-2022 年公司止血闭合类产品毛利率分别为 75.6%/76.0%/76.5%。
- 2) **活检类产品：**公司活检类产品 2017-2019 年收入同比增速分别为 34%/15%/29%。活检类属于典型的检查类耗材，受疫情影响最严重，我们认为 2020 年疫情或造成负增长，2021 年在低基数前提下实现较快增长，2022 年有望恢复正常增速，预计公司活检类产品 2020-2022 年销量同比增速分别为-10%/50%/30%。因为公司将活检类产品视为公司引流产品采取降价的策略，所以我们预计 2020-2022 年活检类产品单价分别为 20/19/18 元。和止血闭合类产品类似，我们预计 2020-2022 年活检类产品在放量后毛利率稳步提升，分别为 43.4%/44.0%/44.5%。
- 3) **扩张类产品：**公司扩张类产品 2017-1H20 年收入同比增速分别为 25%/24%/24%/13%。扩张类产品属于消化道癌的姑息治疗类耗材，需求相对刚性，受疫情影响较小。我们认为 2020-2022 年销量保持增长平稳，预计销量同比增速分别为 20%/18%/15%。我们认为扩张类产品迭代，平均出厂价有望提高，我们预计 2020-2022 年扩张类产品单价为 800/810/820 元，毛利率保持在 72.0%/73.0%/74.0%。
- 4) **ERCP 类产品：**公司 ERCP 类产品 2017-1H20 年收入同比增速为 102%/35%/44%/72%。作为治疗类耗材且性价比突出，ERCP 成为公司 1H20 增长最快的产品，基本不受疫情影响。我们认为公司 ERCP 产品未来不断改进，与进口产品缩短差距，2020-2022 销售有望持续放量，预计销量增速分别为 70%/50%/40%。随着公司 ERCP 类产品包不断升级，我们预计 ERCP 类产品价格和毛利率将逐渐上升，预计 2020-2022 年 ERCP 类产品单价分别为 290/300/310 元，毛利率分别为 58.0%/60.0%/62.0%。
- 5) **EMR/ESD 类产品：**公司 EMR/ESD 类产品持续高增长，2017-1H20 年收入同比增速分别为 129%/94%/90%/50%。公司的 EMR/ESD 类耗材是治疗类的拳头产品，同样受疫情影响很小。我们认为 EMR/ESD 类产品将长期受益于内镜下切除的刚性需求释放，预计公司 EMR/ESD 类产品 2020-2022 年销量同比增速分别为 50%/45%/40%。考虑到公司 EMR/ESD 类产品中高附加值的高频电刀等收入占比有望提高，我们认为 EMR/ESD 类产品价格和毛利率将逐渐上升，预计 2020-2022 年 EMR/ESD 类产品单价分别为 62/65/68 元，毛利率分别为 61.0%/63.0%/65.0%。
- 6) **微波消融针：**公司微波消融针 2017-1H20 年收入同比变化分别为 22%/8%/15%/-21%。疫情对微波消融影响明显，我们推测从 2021 年开始恢复，2022 年在前期基数增加后增速略放缓，预计公司微波消融针 2020-2022 年销量同比增速分别为-10%/20%/15%。我们认为市场平稳，2020-2022 年微波消融针价格和毛利率相对稳定，预计 2020-2022 年其平均单价为 2000 元，毛利率保持在 86.0%不变。
- 7) **销售费用率：**在上市后公司扩张销售队伍，在 2020 年收入增长承压下，销售费用率略微提高，但我们预计 2021 年收入快速增长后销售费用率会降低，在 2022 年保持稳定，因此我们预计公司 2020-2022 年销售费用率分别为 22.0%/21.5%/21.5%。
- 8) **管理费用率：**1H20 公司扩张管理团队，特别是招募了多名重要高管，1H20 员工薪资增长 45%。我们推测在 2020 年收入增长放缓背景下，管理费用率被动提高，2021 年收入增速恢复后管理费用率下降，而后或与营业收入同步增长。我们预计公司 2020-2022 年管理费用率分别为 15.5%/15.0%/15.0%。

9) **研发费用率**:公司长期看好内镜诊疗赛道,疫情之下不改对研发的投入,我们预计2020年研发费用率有所提升,而后在2021年销售恢复正常后,研发费用率或被动拉低,2022年继续保持稳定。所以我们预计公司2020-2022年研发费用率分别为6.5%/6.0%/6.0%。

图表49: 2017-2022年公司盈利预测

单位:百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总营业收入	640.7	922.1	1,307.5	1,471.4	2,103.7	2,756.2
增速	54.6%	43.9%	41.8%	12.5%	43.0%	31.0%
毛利率	60.6%	63.8%	65.8%	67.0%	67.7%	68.6%
止血闭合类	211.6	385.6	581.6	646.1	964.1	1269.4
增速	130.8%	82.2%	50.8%	11.1%	49.2%	31.7%
毛利率	72.7%	75.1%	75.6%	75.6%	76.0%	76.5%
活检类	157.1	179.9	231.6	198.8	283.3	348.9
增速	34.3%	14.5%	28.8%	-14.2%	42.5%	23.2%
毛利率	41.8%	43.5%	43.4%	43.4%	44.0%	44.5%
扩张类	98.0	121.1	150.6	184.3	220.2	256.4
增速	24.7%	23.5%	24.4%	22.4%	19.5%	16.4%
毛利率	61.1%	63.2%	70.2%	72.0%	73.0%	74.0%
ERCP类	39.0	52.5	75.6	133.2	206.6	298.9
增速	101.6%	34.8%	44.0%	76.2%	55.2%	44.7%
毛利率	51.7%	51.9%	55.1%	58.0%	60.0%	62.0%
EMR/ESD类	32.8	63.6	120.4	189.6	288.3	422.2
增速	129.1%	93.9%	89.5%	57.4%	52.0%	46.5%
毛利率	41.1%	52.0%	58.6%	61.0%	63.0%	65.0%
微波消融针	63.8	68.6	88.9	78.7	94.4	108.6
增速	22.1%	7.5%	15.0%	-11.5%	20.0%	15.0%
毛利率	88.7%	87.1%	86.2%	86.0%	86.0%	86.0%
销售费用率	17.8%	20.1%	21.2%	22.0%	21.5%	21.5%
管理费用率	14.1%	13.8%	13.6%	15.5%	15.0%	15.0%
研发费用率	5.9%	5.3%	5.4%	6.5%	6.0%	6.0%
归母净利润	101.2	192.7	303.6	304.0	461.2	615.0
增速	-377.8%	90.4%	57.5%	0.1%	51.7%	33.4%

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级

根据上文盈利预测,我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为3.04/4.61/6.15亿元,同比增长0%/52%/33%,2020年9月22日股价对应PEG(2021年PE/归母净利润CAGR(2020-2022)),2020年受疫情扰动,故选择2021年PE)为2.33。因为南微医学是科创板医疗耗材国产龙头公司,我们选取同为科创板的医疗高耗龙头作为可比公司,这些可比公司Wind一致性PEG均值为2.80。我们给予公司PEG 2.80的目标估值,首次覆盖给予“买入”评级,对应2021年目标价256.90元。

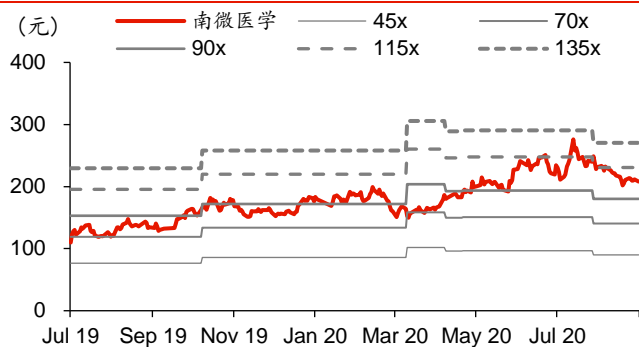
图表50: 可比公司估值

彭博代码	公司名称	评级	目标价(元)	收盘价(元)	市值(亿元)	归母净利润 CAGR (%)	P/E (x)				PEG
				2020/9/22			2020/9/22	2020E-2022E	2019A	2020E	
688050	CH爱博医疗	无评级	NA	204.99	216	43.0	323x	226x	150x	110x	3.49
688016	CH心脉医疗	无评级	NA	268.87	194	35.2	137x	100x	74x	55x	2.10
688366	CH昊海生科	无评级	NA	106.59	147	13.2	40x	53x	34x	27x	2.59
688198	CH佰仁医疗	无评级	NA	91.31	88	27.7	139x	110x	84x	67x	3.04
	平均				161	29.8	160x	123x	86x	65x	2.80
688029	CH南微医学	买入	256.90	213.83	285	26.5	94x	94x	62x	46x	2.33

注:除南微医学外,其他均采用Wind一致性预期;PEG=2021E PE/归母净利润CAGR(2020-2022);目标价指2021年目标价

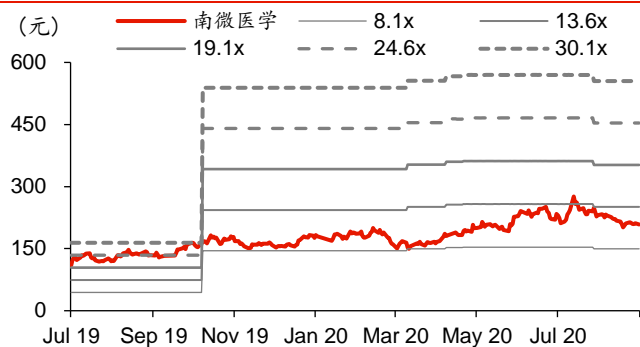
资料来源:Wind,华泰证券研究所

图表51: 南微医学历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表52: 南微医学历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表53: 报告提及公司信息

公司	彭博代码	评级	目标价
爱博医疗	688050 CH	无	无
心脉医疗	688016 CH	无	无
昊海生科	688366 CH	无	无
佰仁医疗	688198 CH	无	无
波士顿科学	BSX US	无	无
库克	未上市	无	无
奥林巴斯	7733 JT	无	无
爱尔博 (Erbe)	未上市	无	无
宾得	7741 JT	无	无
CONMED	CNMD US	无	无

资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

风险提示

1. 疫情影响超预期: 公司 2019 年海外收入占比 41%, 2020 年海外疫情持续蔓延, 医院内镜诊疗量大幅下降, 若海外疫情得不到有效控制, 那么有可能对公司海外收入造成明显负面影响。
2. 新产品研发和销售不及预期: 若未来管线中产品研发上市不及预期, 或者销售不畅低于预期, 则有可能影响公司长期增长动力。
3. 集采降价风险: 公司产品属于使用量较大的常用医疗耗材, 后续存在被集采的可能。若纳入集采范围后降价力度超预期, 那么对公司营业收入和毛利率将造成较大不良影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	620.65	2,397	2,476	2,721	3,022
现金	340.56	646.77	683.94	746.72	865.32
应收账款	132.69	170.15	191.59	274.58	360.24
其他应收账款	7.01	8.82	9.93	14.20	18.60
预付账款	6.17	9.11	9.89	13.82	17.61
存货	132.93	211.60	229.90	321.12	409.28
其他流动资产	1.29	1,350	1,350	1,350	1,351
非流动资产	348.57	478.45	744.97	1,121	1,599
长期投资	21.08	32.25	32.25	32.25	32.25
固定投资	131.69	235.30	360.50	638.14	1,023
无形资产	15.08	16.89	18.52	19.99	21.31
其他非流动资产	180.71	194.00	333.69	430.27	522.43
资产总计	969.22	2,875	3,221	3,842	4,620
流动负债	307.03	317.08	346.88	489.11	629.38
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	80.96	192.37	209.00	291.94	372.08
其他流动负债	186.07	124.71	137.88	197.18	257.30
非流动负债	41.83	30.09	30.09	30.09	30.09
长期借款	15.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	26.83	30.09	30.09	30.09	30.09
负债合计	348.85	347.16	376.97	519.20	659.46
少数股东权益	40.66	53.08	64.65	82.21	105.62
股本	100.00	133.34	133.34	133.34	133.34
资本公积	265.47	1,825	3,541	3,541	3,541
留存公积	212.88	516.48	820.44	1,282	1,897
归属母公司股东权益	579.70	2,475	2,779	3,240	3,855
负债和股东权益	969.22	2,875	3,221	3,842	4,620

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	192.32	252.49	308.43	460.24	646.18
净利润	203.40	204.40	303.96	461.16	614.97
折旧摊销	19.15	25.03	35.08	52.36	80.59
财务费用	1.06	(3.65)	(20.34)	(20.56)	(20.95)
投资损失	(21.40)	(31.87)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(14.82)	(56.16)	(11.96)	(40.39)	(41.96)
其他经营现金	4.94	114.74	11.69	17.67	23.53
投资活动现金	(26.30)	(1,390)	(291.59)	(418.03)	(548.53)
资本支出	48.77	53.47	294.29	420.73	551.23
长期投资	0.14	1,370	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(22.61)	(33.32)	(2.70)	(2.70)	(2.70)
筹资活动现金	(4.72)	1,470	20.34	20.56	20.95
短期借款	10.00	(40.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(41.05)	(15.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	33.34	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1,559	1,716	0.00	0.00
其他筹资现金	26.33	(67.94)	(1,696)	20.56	20.95
现金净增加额	161.30	332.18	37.18	62.77	118.60

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	922.11	1,307	1,471	2,104	2,756
营业成本	334.04	447.26	485.93	678.76	865.09
营业税金及附加	14.63	14.98	16.86	24.11	31.58
营业费用	185.16	277.44	323.71	452.29	592.57
管理费用	127.23	177.25	228.07	315.55	413.42
财务费用	1.06	(3.65)	(20.34)	(20.56)	(20.95)
资产减值损失	(7.01)	(4.67)	(0.12)	(0.12)	(0.12)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(21.40)	(31.87)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营业利润	225.69	351.52	351.96	537.73	719.48
营业外收入	8.91	7.59	7.59	7.59	7.59
营业外支出	0.52	0.35	0.35	0.35	0.35
利润总额	234.08	358.76	359.20	544.97	726.72
所得税	30.68	43.61	43.67	66.25	88.34
净利润	203.40	315.15	315.53	478.72	638.38
少数股东损益	10.69	11.56	11.57	17.55	23.41
归属母公司净利润	192.70	303.59	303.96	461.16	614.97
EBITDA	227.53	339.73	350.85	553.67	763.27
EPS (元, 基本)	1.45	2.28	2.28	3.46	4.61

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	43.93	41.79	12.54	42.97	31.02
营业利润	71.31	55.76	0.12	52.78	33.80
归属母公司净利润	90.44	57.55	0.12	51.72	33.35
获利能力 (%)					
毛利率	63.77	65.79	66.98	67.73	68.61
净利率	20.90	23.22	20.66	21.92	22.31
ROE	37.95	19.88	11.57	15.32	17.33
ROIC	50.78	24.96	13.74	18.60	21.15
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.99	12.07	11.70	13.52	14.27
净负债比率 (%)	27.59	0	0	0	0
流动比率	2.02	7.56	7.14	5.56	4.80
速动比率	1.59	6.89	6.47	4.91	4.15
营运能力					
总资产周转率	1.09	0.68	0.48	0.60	0.65
应收账款周转率	8.12	8.63	8.14	9.03	8.68
应付账款周转率	4.59	3.27	2.42	2.71	2.61
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.45	2.28	2.28	3.46	4.61
每股经营现金流(最新摊薄)	1.44	1.89	2.31	3.45	4.85
每股净资产(最新摊薄)	4.35	18.56	20.84	24.30	28.91
估值比率					
PE (倍)	147.96	93.92	93.80	61.83	46.36
PB (倍)	49.18	11.52	10.26	8.80	7.40
EV_EBITDA (倍)	125.31	83.93	81.27	51.50	37.36

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，代雯、孔垂岩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、孔垂岩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com